



JUNO
Continuation Fund

Verslag over het eerste kwartaal

Verslag over het eerste kwartaal 2022

Verslag over het eerste kwartaal 2022

Rendement Juno Continuation Fund

Rendement Juno Continuation Fund

Het Juno Continuation Fund sloot het kwartaal af met een netto vermogenswaarde per participatie van **€ 98,16**, een daling van -15,4% ten opzichte van het begin van het jaar. Daarmee presteerde het fonds minder goed dan de msci Europe Mid Cap Index, die in het kwartaal -9,6% daalde. Sinds lancering van het fonds op 1 februari 2020 was het rendement -1,8% terwijl de msci Europe Mid Cap Index in die periode 25,3% steeg.

Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

De financiële markten waren de afgelopen maanden in de ban van twee ontwikkelingen: de reeds hoge maar steeds verder oplopende inflatie en de oorlog in Oekraïne. De bewuste keuze om niet in fossiele brandstoffen noch in financiële instellingen te beleggen kwam het rendement van de portefeuille in het kwartaal niet ten goede: dit waren de sectoren die gedurende het kwartaal relatief goed rendeerden en die het rendement van de indices daardoor hielpen maar waar het fonds dus niet van profiteerde.

Inmiddels hebben alle bedrijven in portefeuille de resultaten over 2021 gepubliceerd. De gewogen winstgroei kwam uit op 25%, beduidend beter dan we aan het begin van 2021 hadden verwacht. De vooruitzichten voor 2022 blijven goed: we verwachten voor de portefeuille wederom een jaar waarin de gewogen winstgroei meer dan 10% zal bedragen.

De koersen van de meeste posities in de portefeuille daalden desondanks flink gedurende het kwartaal, met een enkele uitzondering. Ook de koersen van bedrijven op onze watchlist daalden sterk. Als gevolg werd de waardering aantrekkelijk en konden twee nieuwe posities worden toegevoegd: **Amplifon** en **Carl Zeiss Meditec**.

In beide gevallen betreft het posities die we eerder in portefeuille hadden maar die we als gevolg van excessieve waardering verkochten.

Gedurende het kwartaal werd **Homeserve**, de kleinste positie in het fonds, verkocht. Een bezoek aan de onderneming bevestigde de bestaande indruk dat het bedrijf een andere strategische koers gaat varen, waardoor we afscheid namen. Als gevolg van deze transacties nam de cashpositie gedurende het kwartaal af.

Ondanks het feit dat **Logitech** tijdens de pandemie in 2020 en 2021 een exceptioneel sterke groei liet zien, verwacht de onderneming vanaf deze hoge basis een verdere groei in omzet voor zowel het huidige als het volgende fiscale jaar. Net als vele anderen heeft de onderneming te maken met toeleveringsproblemen en hogere logistieke kosten, maar de combinatie van het ervaren managementteam en de zeer sterke balans maakt dat het bedrijf beter dan haar concurrenten in staat is producten te kunnen leveren.

Tijdens de presentatie van de resultaten over 2021, die zoals eerder hier gemeld de verwachtingen flink overtroffen, maakte **Teleperformance** de doelstellingen voor 2022 en voor de middellange termijn bekend. Het bedrijf gaat ondanks de lastige vergelijkingsbasis voor dit jaar uit van verdere omzet- en winstgroei; voor de jaren daarna verwacht de onderneming een jaarlijkse, autonome omzetgroei van gemiddeld 8%.

Het Italiaanse familiebedrijf **Amplifon** is wereldwijd marktleider op het gebied van gespecialiseerde winkels voor hoorapparaten. Het zwaartepunt ligt daarbij in Europa, maar het bedrijf is in toenemende mate ook in geselecteerde Aziatische landen en in de VS actief. De onderneming produceert niet zelf, maar koopt haar producten in bij de verschillende producenten. Amplifon is dus flexibel in haar productkeuzes en door het groeiende marktaandeel is er in toenemende mate sprake van inkoopkracht. Deze besparing op de kostprijs kan (gedeeltelijk) aan de klant worden doorgegeven, waardoor het marktaandeel verder toeneemt en er een vliegwieleffect kan ontstaan. In meerdere landen worden producten onder het Amplifon-merk gepresenteerd, waarbij wordt gekozen voor een premium positionering.

Het operationele herstel in 2021 was echter verbazingwekkend sterk, hetgeen een sterk oplopende koers tot gevolg had. Pas in het eerste kwartaal 2022 kregen we een kans het aandeel tegen een aantrekkelijke waardering aan te kopen.

Ook het Duitse **Carl Zeiss Meditec** (CZM) werd gedurende het kwartaal (weer) aangekocht. De onderneming richt zich historisch op (oog)geneeskunde. CZM is de beursgenoteerde dochteronderneming van het grotere industrieconglomeraat Carl Zeiss AG dat 59% van de aandelen en daarmee een controlerend belang in handen heeft. Carl Zeiss AG is op haar beurt in handen van de Carl Zeiss Stiftung die als missie onder meer heeft het stimuleren van onderzoek en ontwikkeling van de precisie-industrie. Met die achtergrond heeft CZM een stabiele aandeelhoudersstructuur die gericht is op de zeer lange termijn. Ook is er sprake van uitwisseling van kennis en (management) talent tussen het grotere Carl Zeiss AG en CZM.

De onderneming heeft twee primaire activiteiten, namelijk *microchirurgie* en *oogheelkunde*. De microchirurgiedivisie richt zich op microscopen voor onder meer (neuro)chirurgie en orthodontie. De onderneming heeft een marktaandeel van circa 70% in een markt die gematigd groeit. Omdat artsen dagelijks werken met de toonaangevende CZM apparatuur en er ook specifiek voor moeten worden opgeleid is er zelden sprake van klantverlies.

De overige 76% van de omzet wordt gerealiseerd in de business unit *oogheelkunde* die kan worden onderverdeeld in meerdere activiteiten, namelijk (1) chirurgische apparatuur, (2) kunstlenzen (ook wel intra-oculaire lenzen of IOLs) ten behoeve van staaroperaties, (3) apparatuur ten behoeve van ooglaserchirurgie (VisuMax) en (4) diagnostische apparatuur die wordt ingezet voorafgaand aan het implanteren van een kunstlens of voorafgaand aan een laserbehandeling.

De groei komt met name door de groeiende marktpositie in IOLs waar CZM nog een relatief klein wereldmarktaandeel heeft van minder dan 10%. Met name buiten de historische thuismarkt Europa valt nog veel marktaandeel te winnen.

Om dat te bewerkstelligen is CZM een voor hen nieuwe product-categorie betreden, namelijk *faco-emulsificatietechnologie*. Dit is chirurgische apparatuur om de ongezonde natuurlijke ooglenzen te verbrijzelen via ultrageluid en op te zuigen voorafgaand aan de implantatie van de kunstlenzen bij een staaroperatie. Met het betreden van dit voor CZM nieuwe segment heeft de onderneming de mogelijkheid om hun kunstlenzen via een 'bundel' aan de markt te brengen. De zogenaamde faco-machine wordt verkocht tegen een aantrekkelijke prijs, echter gekoppeld aan een contract voor de IOLs die nodig zijn voor iedere staaroperatie. Via dit model is concurrent *Alcon* op dit moment al succesvol op de Amerikaanse markt. Het bijkomende voordeel voor CZM is de sterke positie in microscopen, diagnostiek en planning-software die de concurrentie niet kan bieden.

De andere groeimotor binnen CZM is de SMILE ('*Small Incision Lenticule Extraction*') ooglasertechnologie die door de onderneming werd ontwikkeld en die in 2008 voor het eerst werd uitgevoerd. Er zijn wereldwijd circa 6.000 klinieken die ooglasercorrecties aanbieden via voornamelijk de in 1999 geïntroduceerde LASIK behandelmethode. Daarvan gebruikt vooralsnog slechts 20% de VisuMax laserapparatuur van CZM, die naast LASIK ook in staat is om SMILE-ooglasercorrecties uit te voeren. SMILE wordt voornamelijk aangeboden door high-end oogklinieken, tegen een significante meerprijs.

Dit omdat de herstelperiode na de procedure korter is, er sprake is van minder bijwerkingen (zoals droge ogen) en de methode in de basis minder invasief is doordat het hoornvlies minder beschadigd wordt. Bij SMILE wordt er slechts een incisie in het hoornvlies gemaakt terwijl bij LASIK de ooglenzen als het ware worden 'opengeklapt'. In Europa en met name Azië is SMILE een groot succes, waar de methode bijvoorbeeld in Zuid Korea sterk profiteert van de reputatie als veiliger alternatief ten opzichte van LASIK.

Het verdienmodel van CZM bij SMILE is interessant omdat naast de VisuMax-apparatuur, de arts ook per operatie een 'treatment pack' (ofwel licentie) moet kopen. Hierdoor wordt het omzetprofiel minder afhankelijk van hoge investeringen door ziekenhuizen en oogartsen, maar is er in toenemende mate sprake van een wederkerende omzet.

Inmiddels is over de gehele groep gezien ruim 40% van de omzet te kenmerken als wederkerende omzet via onder meer de hiervoor genoemde IOL, SMILE treatment packs en dienstverlening als onderhoud aan chirurgische apparatuur.

De onderneming heeft zicht op toekomstige omzet via het orderboek dat voor beide divisies ruim een jaar aan omzet vertegenwoordigt. Het boekjaar 2021 (eindigend in september) werd gekenmerkt door sterk herstel van de omzet (+23%) na een lastiger 2020 (-8%) toen de klantengroep zich grotendeels richtte op de pandemie. Ook was er sprake van disruptie bij oogartsen die veel minder patiënten konden ontvangen, waardoor een deel van de normaliter betrouwbare omzetstroom wegviel.

Na het herstel in 2021 is ook het boekjaar 2022 sterk van start gegaan met een omzetgroei van +11% in het eerste kwartaal. Desondanks ondervindt de onderneming wel problemen aan de toeleveringskant, waardoor de omzet nog hoger had kunnen uitvallen. Bijkomstigheid is wel dat het orderboek verder aansterkt; de producten van Carl Zeiss laten zich niet makkelijk vervangen en concurrenten daarnaast ook niet in staat zijn te leveren.

Ook inflatie speelt een rol, maar de onderneming is in staat prijsstijgingen door te berekenen aan eindklanten waardoor de marge niet sterk onder druk komt te staan. Na het uitstekende 2021 heeft de onderneming ook de ambitie voor de middellange termijn de operationele winstgevendheid verder te verhogen van meer dan 18% naar meer dan 20%. Gegeven het conservatisme in de communicatie van de onderneming en de sterke resultaten uit het recente verleden is het verre van uitgesloten dat de marge op termijn nog verder oploopt dan deze formele doelstelling.

De onderneming was sinds maart 2020 onderdeel van de portefeuille, maar door de sterk opgelopen waardering hebben we begin 2021 afscheid van deze positie moeten nemen. Door een combinatie van sterke onderliggende winstverbetering en een correctie in de koers in het begin van dit jaar hebben wij opnieuw de kans gekregen om, tegen een lagere koers dan die waarop we verkochten, weer aandeelhouder te kunnen worden van deze kwaliteitsonderneming.

Vooruitzichten

Overtollige spaartegoeden, ultra lage rente en bevoorradingssystemen die niet klaar waren voor de vraagexplosie na de pandemie, creëerden tezamen een enorm prijsopdrijvend effect. Daar komt de oorlog in de Oekraïne bovenop, die ook voor fossiele brandstoffen en agrarische producten in korte tijd een grote inflatoire impuls geven die we sinds de oliecrisis van de jaren '70 niet meer hebben gezien. Om de geest enigszins terug in de fles te krijgen, zien we centrale banken die versneld de rente trachten op te trekken en geschrokken beleggers die uit obligaties stappen.


Deze hoge inflatie zorgt voor een sterk verlies aan koopkracht bij consumenten en we zien grote delen van de economie waar binnen bedrijven niet in staat zijn de rap gestegen kosten (direct) door te rekenen. Dat heeft de groei-euforie van de post-covid periode, radicaal veranderd en de vraag is of we in een recessie belanden.

Juist in deze tijd bieden de bedrijven in het Juno Continuation Fund de zekerheid van een voorspelbare kasstroom en een zeer lage schuldenlast. Ze verkopen producten en diensten waar hun klanten grote behoefte aan hebben: niet *'nice to have'* maar *'need to have'*. Daardoor zijn ze bijna altijd in staat om gestegen kosten door te berekenen. Deze *'pricing power'* is al jaar en dag een essentieel criterium bij de door ons geselecteerde bedrijven en doet zich in de huidige markt meer gelden dan ooit. We kunnen hierdoor een zeer aannemelijk groeipad van de winst van de onderneming uitstippelen en op basis daarvan bepalen wat we bereid zijn daarvoor te betalen.

We zie daardoor nu een combinatie van aanhoudend sterke winstgroei in de gebruikelijke 10-15% bandbreedte, met duidelijk meer aantrekkelijke prijzen voor die winststroom en dat stemt voorzichtig positief.

Namens de beheerder van het Juno Continuation Fund,

Rob Deneke



Duncan Siewe



Juno Continuation Fund: Historisch Rendement

	Juno Continuation Fund	MSCI Europe MidCap Index	AEX Index (incl. dividend)	BarCap PanEuro Index
2020 *	+ 10%	+ 5%	+ 8%	+ 1%
2021	+ 5%	+ 22%	+ 30%	- 2%
1 ^e kwartaal 2022	- 15%	- 10%	- 9%	- 6%
2022	- 15%	- 10%	- 9%	- 6%
Sinds start *	- 2%	+ 15%	+ 28%	- 7%
Jaarlijks samengesteld	- 0,9%	+ 6,8%	+ 11,9%	- 3,3%

*) fondsbegin: 1 februari 2020

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Teleperformance	Frankrijk
Logitech	Zwitserland
ICON	Ierland
Scout24	Duitsland
SimCorp	Denemarken

Disclaimer

De informatie over financiële markten dan wel specifieke financiële instrumenten in dit document is uitsluitend bedoeld om u informatie te geven over de visie van het Juno Beheerteam op de financiële markten. Deze informatie is geen beleggingsaanbeveling, geen beleggingsadvies noch een aanbieding of uitnodiging tot koop of verkoop van een financieel instrument. Juno betreft haar informatie van betrouwbaar geachte bronnen en heeft alle mogelijke zorg betracht om er voor te zorgen dat de informatie waarop zij haar visie gebaseerd heeft niet onjuist of misleidend is.

Verslag over het eerste kwartaal 2022.

vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in april 2022 uitgegeven
door Juno Investment Partners,
beheerder van het Juno Continuation Fund.

Lange Voorhout 16
2514 EE, Den Haag, Nederland

Telefoon: +31 (0)70 24 00 247
www.juno-invest.com

